

**Commission
des sanctions**

**DECISION DE LA COMMISSION DES SANCTIONS A L'EGARD DES
SOCIETES X ET Y, AINSI QUE DE MM. A, B, C, D ET E**

La 2^{ème} section de la Commission des sanctions ;

VU le Code monétaire et financier, notamment ses articles L. 621-14, L. 621-15, L. 622-16 et L. 622-17 en vigueur à la date des faits et ses articles L. 621-14 et L. 621-15 actuellement en vigueur, ainsi que ses articles R. 621-5 à R. 621-7, R. 621-38 à R. 621-42 ;

VU le Code de commerce et, notamment, son article L. 225-9 ;

VU la Loi n° 2003-706 de sécurité financière, notamment ses articles 47 et 49-III et IV ;

VU les articles 2, 3, 4 et 7 du Règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée, jusqu'à l'entrée en vigueur du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui est intervenue le 25 novembre 2004 et repris, à l'exception du 2^{ème} alinéa de l'article 4, par les articles 631-1 à 631-4 du Règlement général de l'AMF ;

VU les articles 1 à 4 du Règlement de la Commission des opérations de bourse (COB) n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, maintenus en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée, jusqu'à l'entrée en vigueur du Règlement général de l'AMF qui est intervenue le 25 novembre 2004 et repris par les articles 611-1, 621-1, 622-1 et 622-2 du Règlement général de l'AMF ;

VU l'article 3-4-10 du Règlement général du Conseil des marchés financiers (CMF), maintenu en vigueur par l'article 47 de la loi n° 2003-706 précitée jusqu'à l'entrée en vigueur du Règlement général de l'AMF qui est intervenu le 25 novembre 2004, et repris par l'article 321-91 du Règlement général de l'AMF ;

VU les notifications de griefs, en date du 18 juin 2004, adressées par le Président de l'AMF aux sociétés X et Y, et à MM. A, B, C, D et E ;

VU la décision du 9 juillet 2004 du Président de la Commission des sanctions désignant M. Alain Ferri, Membre de la Commission des sanctions en qualité de Rapporteur et les lettres du 11 août 2004 par lesquelles M. Alain Ferri informait les sociétés X et Y, MM. A, B, C, D et E qu'il était désigné comme Rapporteur ;

VU les observations écrites présentées le 15 septembre 2004 d'une part, pour MM. A et B par M^e Hascôet , d'autre part, pour la société X, MM. C et D par M^e de Montbrial, le 29 septembre pour M. E par le Bâtonnier Iweins, le 5 octobre 2004, pour la société Y par M^e Prat ;

VU le rapport de M. Alain Ferri en date du 27 mai 2005 ;

VU les lettres de convocation à la séance, auxquelles était annexé le rapport du Rapporteur, qui ont été adressées aux personnes mises en cause ;

VU les observations en réponse au rapport du Rapporteur présentées le 22 juillet 2005 par Me Thibault de Montbrial pour la société X, MM. D et C ;

VU les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu au cours de la séance du 16 septembre 2005 :

- M. Alain Ferri en son rapport ;

- M. Alexis Zajdenweber, Commissaire du Gouvernement, qui a indiqué ne pas avoir d'observations à formuler ;
- M. A et son conseil M^e Hascöet ;
- M. B et son conseil M^e Hascöet ;
- M. F, représentant la société Y dont il est membre du directoire, et le conseil de celle-ci, M^e Jean-François Prat ;
- M. E et son conseil, M. le Bâtonnier Paul-Albert Iweins ;
- M. D et son conseil M^e Thierry de Montbrial ;
- M. C et son conseil M^e Thierry de Montbrial ;
- M. G, Directeur Général Délégué de la société X, et M. H, représentant la société X en vertu du pouvoir que leur a conféré M. I, Président Directeur Général de la société X, et M^e Thibault de Montbrial, conseil de la société X ;

MM. A, B, F, E, D, C et G ayant pris la parole en dernier.

I – FAITS ET PROCEDURE

A – Les faits

La société Z a lancé, le 13 novembre 2000, une OPA amicale sur la société V dans la perspective de fusionner les deux sociétés ; celle-ci s'est déroulée dans la période s'écoulant du 28 novembre au 6 décembre 2000. La société U est restée actionnaire du nouveau groupe à hauteur de 11,6% du capital.

Au cours de la séance du 27 février 2001, le Collège de la COB a examiné le projet de rachat par la société Z d'un bloc de ses propres titres, représentant 7,5% du capital, à la société U, à un prix supérieur au cours de bourse du moment et compris entre 84 et 88 €. Ce projet n'a pas reçu son aval. Le même jour, lors des dernières minutes de cotation, et surtout au fixing de clôture, le cours du titre Z a connu une hausse rapide, passant de 79 € à 83,6 €, soit une augmentation de 5,8%. Le lendemain, a été déclarée au marché une transaction hors séance, au cours de 83,6 €, de 2 500 000 titres correspondant à 6,3% du capital, dont 2 150 000, soit 5,4% du capital, avaient été cédés par la société U à la société Z.

Le Directeur Général de la COB a alors décidé, le 15 mars 2001, d'ouvrir une enquête à propos, d'une part, du marché du titre Z à compter du 1^{er} février 2001, d'autre part, du rachat de ses propres titres par la société Z, qui a été autorisé par l'Assemblée Générale du 18 décembre 2000 et s'est déroulé jusqu'au 27 février 2001.

B – La procédure

1 – Lors de sa séance du 27 janvier 2004, la Commission spécialisée du Collège de l'AMF, constituée en application de l'article L. 621-1 du Code monétaire et financier a examiné, conformément à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, le rapport établi par le Département des Enquêtes de l'AMF. Elle a décidé de faire grief à la société Y et à M. E, alors Secrétaire Général de la société Z, d'une part, d'avoir le 24 janvier 2001 communiqué des informations privilégiées sur le prix que la société Z accepterait de payer pour le rachat de ses actions en bourse à M. D, qui les aurait répercutées à M. C, celui-ci les ayant exploitées pour le compte de la société X, d'autre part, d'avoir à plusieurs reprises, au cours des mois de janvier et février 2001, donné leur accord aux interventions sur le marché reprochées à la société X, à MM. D et C ainsi qu'à MM. B et A, dès lors qu'elles auraient été effectuées afin de faire monter artificiellement le cours de l'action et de réaliser des transactions massives à des cours surévalués.

En conséquence, le Président de l'AMF, agissant pour la Commission spécialisée a adressé le 18 juin 2004, par lettres recommandées avec demande d'avis de réception, des notifications de griefs à l'encontre :

- de la société Z devenue la société Y, représentée par M. F, pour avoir communiqué des informations privilégiées, en contravention avec les dispositions des articles 1^{er}, 2 et 3 du Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, et avoir réalisé des transactions qui constituaient une entrave à l'établissement des cours, susceptibles de donner lieu à une sanction sur la base des articles 2, 3 et 7 du Règlement COB n° 90-04 ;
- de M. E, Secrétaire Général de la société Z, pour avoir communiqué des informations privilégiées, en contravention avec les dispositions des articles 1^{er}, 2 et 3 du Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, et autorisé des transactions qui constituaient une entrave à l'établissement des cours, susceptibles de donner lieu à une sanction sur la base des articles 2, 3 et 7 du Règlement COB n° 90-04 ;

- de MM. D et C, vendeurs chez la société X, pour avoir respectivement communiqué et exploité des informations privilégiées en méconnaissance des articles 1^{er} et 4 du Règlement COB n° 90-08, et pour avoir l'un et l'autre entravé le libre établissement des cours, comportements susceptibles de donner lieu à sanction sur la base des articles 2, 3 et 4 du Règlement COB n° 90-04 et de l'article 3-4-10 du Règlement Général du CMF ;

- de la société X, représentée par M. I, pour avoir exploité une information privilégiée, en méconnaissance des articles 1^{er} et 4 du Règlement COB n° 90-08, et pour avoir entravé le libre établissement des cours, comportements susceptibles de donner lieu à sanction sur la base des articles 2, 3 et 4 du Règlement COB n° 90-04 et de l'article 3-4-10 du Règlement Général du CMF ;

- de MM. B et A, de la société T, pour avoir entravé le libre établissement des cours, comportements susceptibles de donner lieu à sanction sur la base des articles 2, 3 et 4 du Règlement COB n° 90-04 et de l'article 3-4-10 du Règlement général du CMF.

Copies des notifications de griefs ont été transmises par le Président de l'AMF au Président de la Commission des sanctions, par lettre en date du 16 juin 2004.

En application de l'article 19 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF, devenu l'article R. 621-39 du Code monétaire et financier, le Président de la Commission des sanctions a, le 9 juillet 2004, désigné M. Alain Ferri en qualité de Rapporteur. Celui-ci en a avisé les intéressés, par lettres recommandées avec demande d'avis de réception en date du 11 août 2004.

Conformément à l'article 18 du décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF, devenu l'article R. 621-38 du Code monétaire et financier, des observations ont été présentées dans l'intérêt de MM. A et B dans un mémoire enregistré par le Secrétariat de la Commission des sanctions le 15 septembre 2004, dans l'intérêt de la société X, de MM. C et D par un mémoire enregistré par le Secrétariat de la Commission des sanctions le 15 septembre 2004 et dans l'intérêt de M. E dans un mémoire enregistré par le Secrétariat de la Commission des sanctions le 29 septembre 2004.

Les mis en cause ont été convoqués à la séance du 16 septembre 2005 par des courriers en date du 7 juillet 2005.

Des observations en réponse au rapport de M. Alain Ferri ont été présentées le 22 juillet 2005 pour le compte de la société X, de MM. C et D.

II – DECISION

A - Sur l'application de la loi dans le temps

1 - Sur l'application du Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée

Considérant que l'arrêté du 12 novembre 2004 paru au Journal Officiel de la République française du 24 novembre 2004 abroge notamment, avec effet immédiat, le Règlement COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée qui fonde les présents griefs, en leur substituant le Règlement général de l'AMF, dont il porte homologation ;

Considérant que l'article 47 de la loi n° 2003-706 de sécurité financière dispose que les Règlements de la COB demeurent applicables jusqu'à leur abrogation ; qu'avant l'entrée en vigueur du Règlement général de l'AMF, le Règlement n° 90-08 a continué de s'appliquer aux faits et situations qu'il visait, et notamment à la diffusion par la société Z, par M. E et par M. D d'une information privilégiée, ainsi qu'à l'exploitation susceptible d'en avoir été faite par eux-mêmes, par la société X et par M. C ; que depuis le 25 novembre 2004, c'est en application du Règlement n° 90-08 repris par les articles 611-1, 621-1, 622-1 et 622-2 du Règlement général que ces faits sont définis et demeurent susceptibles d'être sanctionnés ; qu'en effet, le nouveau texte a pour effet de maintenir les manquements objets des griefs puisque, tout en abrogeant les Règlements COB susvisés, il en reprend le contenu dans les dispositions qui, même si elles sont différentes dans la forme, restent pour l'essentiel équivalentes au fond ;

Considérant que le Règlement Général a toutefois modifié deux concepts :

- est désormais interdite, non plus seulement l'exploitation prévue par le Règlement n° 90-08, mais aussi la simple « *utilisation* » d'une information privilégiée ;
- l'influence sur les cours que l'information serait susceptible d'avoir si elle était rendue publique est désormais qualifiée de « *sensible* », alors que le Règlement n° 90-08 ne faisait référence qu'à une incidence sur les cours ;

Considérant que l'extension de la définition du comportement incriminé n'est évidemment pas applicable aux manquements antérieurs à l'entrée en vigueur des articles 621-1 et 622-1 du Règlement général reprochés aux intéressés, qui doivent bénéficier à cet égard du maintien des dispositions antérieures moins sévères ;

Considérant que la qualification de « *sensible* » donnée à l'influence sur les cours est constitutive d'une loi plus douce, immédiatement applicable aux manquements d'initiés fondés sur le Règlement n° 90-08 ;

2 - Sur l'application du Règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours

Considérant que le principe permettant d'incriminer la manipulation de cours anciennement posé dans les articles 2, 3 et 7 al 1^{er} du Règlement COB n° 90-04 est repris dans les articles 631-1 à 631-4 du Règlement général de l'AMF et reste donc applicable, d'une part aux manipulations de cours commises par « *toute personne* », d'autre part aux interventions des émetteurs ne respectant pas les présomptions de légitimité (article 631-5 du Règlement général de l'AMF) ; que les dispositions anciennes, qui étaient rédigées de manière concise, ont été précisées et illustrées dans le Règlement général de l'AMF ; que, si les règles nouvelles indiquent de manière plus précise les éléments caractérisant le manquement, ces précisions ne modifient pas, pour l'essentiel, les principes figurant dans le Règlement COB n° 90-04 ; qu'ainsi, les deux textes interdisent, le premier « *les ordres (ayant) pour objet d'entraver l'établissement du prix sur le marché* » ou « *le fonctionnement régulier du marché* » et « *d'induire autrui en erreur* » (articles 3 et 7 du Règlement COB), le second les opérations ou les ordres « *qui sont susceptibles de donner des informations fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours* », qui « *fixent, par l'action d'une ou plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours (...) à un niveau anormal ou artificiel* » ou qui « *recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice* » (article 631-1 du Règlement général de l'AMF) ; que les faits devront être examinés à la lumière des prescriptions du Règlement COB n° 90-04 alors en vigueur, dans la mesure où celles-ci ont été reprises par les articles 631-1 à 631-4 susvisés ;

Considérant toutefois que le contenu des deux textes présente des différences qui devront être prises en compte en l'espèce ;

Considérant tout d'abord que l'émetteur qui intervient sur ses propres titres bénéficie dorénavant d'une présomption irréfragable de légitimité pour les opérations réalisées conformément aux prescriptions des articles 4, 5 et 6 du Règlement Européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003 ; que ces dispositions remplacent la présomption simple définie par l'article 7 du Règlement COB n° 90-04 ; que, les conditions requises pour bénéficier de la présomption irréfragable de légitimité n'étant pas toutes identiques à celles posées par l'article 7 du Règlement COB susvisé, il conviendra tout d'abord de rechercher si une ou plusieurs des exigences communes aux deux textes ont été enfreintes, auquel cas la société Y ne pourrait évidemment se prévaloir d'aucune présomption de légitimité ; que, si tel devait être le cas, le manquement de manipulation de cours ne serait pas pour autant établi ; que, pour caractériser un tel manquement, il resterait à s'assurer de l'éventuelle incapacité de l'émetteur à rapporter la preuve de sa bonne foi en démontrant que les modalités des opérations de rachat n'ont pas entravé le fonctionnement régulier du marché ou n'ont pas revêtu un caractère trompeur ;

Considérant ensuite que si l'alinéa 2 de l'article 4 du Règlement COB n° 90-04, sur lequel se fondent les notifications de griefs, à l'exception de celles adressées à la société Y et à M. E, a été repris à l'identique par l'article 631-4 du Règlement général de l'AMF, l'alinéa 1^{er} dudit article, disposant que « *les ordres transmis sur le marché doivent correspondre aux objectifs visés par la personne qui en prend l'initiative* » et que « *préalablement à la réalisation d'une négociation sur un bloc de titres ou au dépôt d'une offre publique, les ordres transmis sur le marché par les personnes qui sont parties à l'opération doivent être réalisés en conformité avec l'objectif recherché par elles, à l'achat pour l'acquéreur et à la vente pour le vendeur* », est abrogé depuis l'entrée en vigueur du Règlement général de l'AMF qui n'en a pas repris le contenu ; que, dès lors, les agissements des mis en cause concernés ne pourront être appréhendés qu'au regard des dispositions du deuxième alinéa de l'article 4 du Règlement COB n° 90-04 ;

3 - Sur l'application du Règlement général du CMF

Considérant que l'arrêté du 12 novembre 2004 paru au Journal Officiel de la République française du 24 novembre 2004 abroge notamment avec effet immédiat, en lui substituant le Règlement Général de l'AMF dont il porte homologation, le Règlement général du CMF, dont l'article 3-4-10 fonde les griefs notifiés à MM. A, B, C et D, ainsi qu'à la société X ; qu'avant l'entrée en vigueur du Règlement général de l'AMF, le Règlement général du CMF a continué de s'appliquer aux faits et situations qu'il visait ; que depuis le 25 novembre 2004, c'est en application du Règlement général du CMF repris par les articles du Règlement général de l'AMF que ces faits sont définis et demeurent susceptibles d'être sanctionnés ;

Considérant en effet que l'article 3-4-10 du Règlement général du CMF, selon lequel « *le prestataire habilité ne provoque pas intentionnellement des décalages de cours aux fins d'en tirer avantage* » et « *s'abstient de provoquer une telle situation lors de la détermination des cours de clôture du marché* » a été repris à l'identique par l'article 321-91 du Règlement général de l'AMF ;

4 - Sur l'application des articles L. 621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier

Considérant qu'à l'époque des faits objet de la présente procédure, étaient susceptibles de sanction les pratiques ayant « *pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, ou de faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles* » ;

Considérant que la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 a attribué compétence à la Commission des sanctions de l'AMF pour sanctionner les pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, « *lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles* » ;

Considérant que selon l'article 30-I de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, publiée au Journal Officiel du 27 juillet 2005, modifiant l'article L. 621-14 du Code Monétaire et financier, sont désormais susceptibles de sanction les « *manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché* » ;

Considérant que si la rédaction de l'article L. 621-14 issue de la loi du 1^{er} août 2003 reprenait en des termes identiques la définition des pratiques susceptibles d'être sanctionnées, la loi nouvelle est plus sévère, puisqu'elle ne subordonne plus la constitution du manquement aux conditions anciennes qui viennent d'être rappelées ; que le principe de survie des dispositions plus douces implique que les faits de l'espèce soient analysés en recherchant, le cas échéant, si les pratiques reprochées ont eu l'un des effets exigés par la loi alors applicable ;

B - Sur les manquements de l'exploitation d'une information privilégiée reprochés à la société Y, M. E, la société X, MM. C et D

Considérant qu'aux termes de l'article 2 du Règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée : « *Les personnes disposant d'une information privilégiée à raison de leur qualité de membres des organes d'administration, de direction, de surveillance d'un émetteur, ou à raison des fonctions qu'elles exercent au sein d'un tel émetteur doivent s'abstenir d'exploiter, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une telle information sur le marché, soit directement, soit par une personne interposée, en achetant ou en vendant les titres de cet émetteur ou les produits financiers liés à ce titre.*

Les personnes mentionnées à l'alinéa précédent doivent s'abstenir de communiquer l'information privilégiée à des fins autres ou pour une activité autre que celle à raison desquelles elle est détenue. » ; qu'aux termes de l'article 3 : « *Les personnes disposant d'une information privilégiée à raison de la préparation et de l'exécution d'une opération financière ne doivent pas exploiter, pour compte propre ou pur compte d'autrui, une telle information sur le marché ni la communiquer à des fins autres ou pour une activité autre que celles à raison desquelles elle est détenue* » ;

Considérant que, selon la notification des griefs, le 24 janvier 2001, au cours d'une conversation entre M. D, vendeur de la société X, et M. E, Secrétaire Général de la société Z, ce dernier a fait part de l'accord de la société Pour l'achat de 40 000 titres Z à 750 €, information non encore connue du public et répercutée à M. C, également vendeur de la société X, puis exploitée le même jour au sein de cette société ;

Considérant, cependant, que le programme de rachat de ses propres actions par la société Z, décidé en décembre 2000 en Assemblée Générale, avait largement été divulgué dans la presse économique, ainsi qu'en attestent les nombreuses coupures figurant au dossier ; que d'ailleurs, à partir du 17 janvier 2001, plusieurs offres de titres avaient été présentées sur le marché ; qu'ainsi, le 22 janvier 2001, un bloc de 50 000 titres provenant de la société S avait été proposé à 800 € tandis qu'un autre de 40 000 titres avait été proposé par [...] à 825 € ;

Considérant, en outre, que la veille de cette conversation téléphonique, l'action Z avait coté à 749 € ;

Considérant qu'une société qui rachète ses titres, dans le cadre d'un programme voté en Assemblée Générale et rendu public, avec une fourchette de 500 à 1 250 € annoncée en décembre 2000, doit pouvoir manifester son intention d'acheter ou non, dès lors qu'un bloc d'actions lui est proposé à un certain prix, situé dans les limites de cette fourchette connue de tous ; qu'une telle information, ayant porté sur un cours très proche de celui du marché de la veille et étant destinée à réaliser une partie du programme de rachat dont l'existence était également notoire, n'était donc pas totalement confidentielle, tandis que sa « *divulgation* », au demeurant fort limitée, et son « *exploitation* » par les vendeurs de la société X pouvaient trouver leur justification dans la nécessité d'initier et de réaliser une opération, quelle qu'en soit par ailleurs la légitimité ; que, dès lors, aucun manquement au règlement COB n° 90-08 visé ci-dessus n'est caractérisé à l'égard de l'un quelconque des mis en cause ;

C - Sur les manquements manipulation de cours reprochés à la société Y, M. E, la société X, MM. C et D

Considérant qu'il est reproché, selon la notification des griefs, à la société Z (devenue la société Y) et à son secrétaire général M. E une manipulation de cours ayant consisté à :

- bénéficier de plusieurs transactions de bloc à son profit, hors séance, au dernier cours coté préalablement gonflé, les 24 janvier, 8 et 27 février 2001 ;
- donner à la société X son aval pour la mise en œuvre d'interventions destinées à faire monter le cours ;
- soutenir activement le cours au moyen d'interventions en fin de séance par l'intermédiaire des employés de la société T, et ce en contradiction avec les objectifs publiés dans la note d'information ;
- dépasser le plafond de 10% du capital dans le cadre de son programme de rachat autorisé en Assemblée Générale du 18 décembre 2000 ;
- dépasser le plafond de 25% du volume quotidien moyen les 3, 4, 11 et 12 janvier 2001 ;

Considérant qu'il est, pour l'essentiel, fait grief à MM. A et B d'avoir opéré une manipulation de cours le 16 février 2001 et reproché à la société X et à M. C les manipulations de cours des 24 janvier, 8 et 27 février 2001 et à M. D celles des 24 janvier et 8 février 2001 ;

1/ Sur le défaut de présomption de légitimité à l'égard de la société Z

Considérant que, s'agissant d'interventions dans le cadre d'un programme de rachat d'actions, il y a tout d'abord lieu de vérifier si la société Z bénéficie d'une présomption de légitimité ;

Considérant qu'il apparaît que les interventions de la société Z par l'intermédiaire de la société T dans le cadre du programme de rachat d'actions ont présenté, du 19 décembre 2000 au 27 février 2001, deux caractéristiques simultanées, puisqu'elles se sont le plus souvent déroulées :

- dans la dernière demi-heure de cotation et au plus haut de la fourchette ;
- à la limite des 25%, celle-ci ayant même été dépassée à quatre reprises ;

Considérant en effet, d'une part, que durant les 48 séances où [la société T] a mis en œuvre le programme de rachat, 43 de ses interventions ont eu lieu pendant la dernière demi-heure de cotation ; que, parmi celles-ci, 30 représentaient plus de la moitié du volume de la demi-heure et 11 plus de 90% de ce volume ; que l'ouverture, la clôture et la reprise des cotations sont considérées comme des périodes sensibles (cote 1001 faisant référence au rapport Esambert de 1998 à la suite duquel les opérations de rachat de titres par l'émetteur ont été libéralisées), si bien que le renouvellement de tels comportements apparaît critiquable ; qu'en outre, les volumes au fixing ayant souvent été faibles, voire nuls, sur la période du 19 décembre 2000 au 27 février 2001, les interventions de la société T lors de la dernière demi-heure ont significativement influencé les dernières cotations, alors qu'elles n'auraient pas dû concourir à leur formation en fin de séance (cote 1007) ;

Considérant d'autre part qu'il n'est pas contesté qu'en janvier 2001, la société Z a dépassé la limite des 25% à hauteur de 90,5% le 3, de 24,5% le 4, de 16,9% le 11 et de 6,5% le 12 avec des interventions représentant respectivement 37,4%, 9,2%, 38,4% et surtout 48,5% des échanges ; que le caractère prétendument involontaire de ces dépassements semble difficilement compatible avec le souci, apparaissant à de multiples reprises, d'intervenir exactement à la limite de 25% ; qu'en toute hypothèse, il importe peu que ces dépassements aient été ou non délibérés, dès lors qu'il appartenait à la société Z de veiller au respect du plafond, ce qu'elle n'a pas fait ;

Considérant de surcroît que ces interventions, qui ont par ailleurs laissé place à plusieurs transactions de bloc hors séance, au dernier cours coté, ont été telles que le montant total de rachat a dépassé les

10% du capital en seulement deux mois et demi ; qu'il n'est en effet pas contesté que la somme des achats réalisés entre le 19 décembre 2000 et le 27 février 2001 a atteint 4 459 393 titres, soit 58 290 titres avant la réduction de capital (1,4%) et 3 876 493 après la réduction (9,78%), le total s'élevant à 11,18% si l'on ne tient pas compte de l'annulation des actions du 5 février 2001 ;

Considérant qu'ainsi, les exigences des textes précités concernant les plafonds quotidiens des rachats, applicables tant au moment des faits qu'actuellement, ont été transgressées à plusieurs reprises ; que la société Z ne saurait donc se prévaloir d'une quelconque présomption de légitimité pour l'exécution de son programme ;

2/ Sur la constitution du manquement de manipulation de cours

2.1. Sur l'évolution du cours du titre et sur les perspectives de rachat de la participation de l'actionnaire de la société U

Considérant que durant la phase de rachat, le cours de l'action a connu une tendance haussière forte et continue au point d'en être suspecte ; qu'ainsi, à partir du 6 février 2001, le cours de la société Z s'est désolidarisé du CAC 40 en évoluant à la hausse, de manière totalement opposée (cf. graphique cote 1034) ; qu'au lendemain du programme, le titre a connu une forte baisse, passant de 83,6 € le 27 février à 66 € le 22 mars 2001, soit une décote de 21%, pour ensuite se stabiliser autour de 72 et 73 € les 30 mars et 30 avril 2001 ;

Considérant que la question se pose dès lors de savoir si cette évolution tout à fait anormale est seulement une coïncidence heureuse par rapport aux objectifs officiels du programme, qui étaient d'annuler les actions rachetées pour réduire la décote, comme l'a indiqué dans son audition M. E (cote 1060), ou a été le résultat d'opérations illicites destinées à faire monter le cours artificiellement afin, notamment, de favoriser le rachat massif par la société Z des titres de son actionnaire la société U ; que les éléments du dossier et les arguments développés en séance attestent de la très forte préoccupation de la société de diminuer la participation de cet associé en acquérant auprès de lui, au prix - nécessairement élevé- qui lui conviendrait, un bloc de titres ; qu'ainsi, il résulte du procès-verbal de la séance du 27 février 2001 de la COB (cotes 1178 à 1180) que « *les représentants de la Banque [...] ont consulté les services de la Commission vendredi 23 février et hier lundi 26 février sur la légitimité du rachat hors marché par la société Z à la société U (...) d'un bloc représentant environ les trois quarts de sa participation, soit 7,5% du capital de la société Z, à un prix compris dans une fourchette de 84 à 88 €* », que « *La société Z a engagé un programme de rachat d'actions qui ne lui a pas permis de supprimer la décote du cours (...) [la société U] exerce une forte pression sur les dirigeants de la société Z pour qu'ils réduisent cette décote (...) la société Z (...) a tout intérêt à ne plus compter la société U parmi ses actionnaires* » mais que « *La Commission décide de ne pas faire droit aux arguments de la société Z en lui faisant savoir qu'elle considère que le rachat des titres détenus par la société U à un prix supérieur au cours de bourse n'est pas légitime* » ; que c'est en prenant en compte ces objectifs de la société Z qu'il convient d'examiner les opérations intervenues du 24 janvier au 27 février 2001, effectuées avec le concours de la société T et de la société X, dont l'intervention conjuguée était alors en contradiction avec le principe d'unicité d'intermédiaire, autre circonstance qui, à l'époque des faits, faisait obstacle au bénéfice de la présomption de légitimité ; que ces opérations ont permis à la société Z de bénéficier d'une pression acheteuse haussière et de procéder ainsi à des rachats de gros volumes d'actions ; que, grâce à l'acquisition de ces blocs, qui échappaient aux limitations de plafond ci-dessus rappelées, elle a, en deux mois et demi, réalisé son programme et acquis 2 150 000 actions détenues par la société U ;

Considérant que, de ce point de vue, l'enregistrement du poste téléphonique de M. B, directeur du sales trading de la société T, laisse présumer une orchestration des opérations par le représentant de la société Z ; que le 19 décembre 2000 au matin, soit le lendemain de l'Assemblée Générale, MM. E et B se sont mis d'accord pour l'exécution du programme de rachat, le premier déclarant « *il faut maintenant absolument ré-intervenir au fil de l'eau comme avant (...) notre limite c'est 1250* » et le second acquiesçant (cote 921) ; mais qu'à 16 heures 20, M. E a appelé M. B pour dire : « *deux choses Bertrand la première j'ai eu M. J (un des dirigeants de la société Z) tardivement (...) l'idée ... ah oui je devrais peut-être pas dire ça sur cette ligne là (...)* » (cote 920) ; qu'à 17 heures 06, M. B a discuté, en interne, avec un interlocuteur qui lui a demandé : « *le bloc, le bloc des petits Suisses (société U), ils le font quand ?* » et a terminé sa phrase par « *fait monter* » ; que M. B a poursuivi en ces termes : « *alors moi j'ai recommencé (...) l'achat au fil de l'eau (...) dans le cadre de la régularisation (...) et puis ben écoute on a mis tout en place (...) donc on a mis tout un truc en place* » (cote 919) ;

Considérant que ces conversations peuvent en effet laisser supposer que les modalités d'interventions régulières dans le cadre légal ont été fixées entre la société Z et la société T (rachats au fil de l'eau avec une limite à 1 250 euros), mais qu'un autre type d'intervention, dont le caractère irrégulier était connu

des interlocuteurs, a été mis au point, tendant à faciliter un rachat massif à la société U, avec « l'idée » de faire monter le cours pour satisfaire à la demande de ces derniers ; que cette hypothèse est pleinement confirmée par l'examen des opérations qui ont conduit aux transactions de bloc auxquelles, au demeurant, M. E n'a pas spontanément fait allusion lors de son audition par l'Inspection, s'étant borné à expliquer qu'au quotidien le programme de rachat s'effectuait par interventions au fil de l'eau de la société T (cote 1059) ;

2.2. Sur les transactions de bloc hors séance

2.2.1. Sur les interventions du 24 janvier 2001

Considérant que, sous réserve de quelques fluctuations, le cours, à 16 heures 23, était identique à celui d'ouverture, qui était de 720 euros ; qu'à partir de 16 heures 24, la société X a acheté 14 580 titres, dont 2 976 au cours du fixing de clôture ; que l'action est ainsi passée, en une heure 12 minutes, de 720 à 750 €, soit une augmentation de 4,17% ; que moins de dix minutes après cette fin de séance en hausse, la société X a déclaré au marché une transaction de bloc hors séance de 32 671 titres réalisée au dernier cours coté, soit 750 € ; que celle-ci a été faite au profit de la société Z, le vendeur ayant été le fonds R dont les titres étaient déposés chez la société S ;

Considérant que hormis les 106 actions acquises en début de journée, tous les titres achetés par la société X en cours de séance ont été dépouillés sur le compte de la société P à Londres ;

Considérant qu'il résulte des enregistrements téléphoniques que la veille, M. C, vendeur de la société X spécialisé dans la réalisation d'arbitrages, avait pris contact avec le fonds R, dont le représentant lui avait indiqué détenir 35 330 actions pour 25 millions d'euros (cote 948), puis avait informé M. D, également vendeur de la société X spécialisé, quant à lui, dans les négociations de blocs, de l'existence d'un client vendeur de 35 000 titres au cours de 749 € (cote 947) ;

Considérant que M. D, le 24 janvier 2001 :

- à 9 heures 12, a proposé à M. E, Secrétaire Général de la société Z, un bloc de quelques dizaines de milliers au plus haut de la veille, soit 749 euros ; que ce dernier s'est déclaré intéressé, sous réserve de validation par M. J, tout en indiquant : « *je ne peux rien faire d'autre que d'être dans la fourchette du marché (...) c'est la réglementation. (...) mais une fois que l'on a dit cela (...)* » (cote 964) ;
- à 9 heures 31, a informé M. C de cet intérêt sérieux à l'achat d'un bloc de 35 000 titres à 750 euros et suggéré, quant au prix : « *il a les contraintes techniques que tu connais (...) mais ça on peut s'arranger je pense (...) ne pas payer plus haut que le dernier cours coté. Mais là aussi il y a (...) évidemment* » ; que ce dernier a répondu : « *on peut désintéresser le marché (...) je serai donc placé à 750 (...) nous on peut le faire par le book (...) je prends le risque je m'en occupe* » (cote 964) ;
- à 9 heures 35, a indiqué à M. E (cote 963-964) la taille du bloc (entre 35 000 et 40 000) et le cours (750) et a répondu à la remarque de celui-ci selon laquelle la cotation n'était pas à ce niveau : « *alors on n'y est pas pour l'instant euh mais si vous êtes d'accord sur le principe euh on peut, on peut on peut faire en sorte* » ; que M. E a répondu « OK » et indiqué qu'il en parlerait à M. J ;
- à 15 heures 47, a reçu l'accord de M. E (cote 962) donné en ces termes : « *on est, vous avez, entre guillemets, on a (...) vous avez notre accord de principe (...) pour acheter à 750 lorsque le cours sera là (...) vous avez l'accord pour 40 000 à 750* » ;
- à 15 heures 59, a reçu de M. E l'information : « *c'est fait* » et la suggestion suivante : « *c'est qu'on aimerait bien que (...) le cours ne s'effondre (...) se tienne un tout petit peu après* », à laquelle il a répondu : « *d'accord. OK ça marche* » (cote 961), puis a répercuté sur son collaborateur M. K en ces termes : « *c'est bon on a le feu vert (...) la totalité des titres achetés, à 750 (...) et ce qu'il veut simplement c'est que le titre ne s'effondre pas après, le cours de l'appli, quoi (...) soit on le fait maintenant, soit on attend la fin de la journée* » ; que ce dernier a répondu : « *il vaut mieux le faire, on ne sait jamais (...) bon je vais regarder comment on ...* » ;
- à 16 heures 58, s'est mis d'accord avec M. E (cote 960) pour effectuer la transaction sur le bloc après la clôture, ce dernier indiquant, à propos du principe de l'unicité d'intermédiaire dans le cadre du programme de rachat : « *j'ai pris ma décision (...) Je suis persuadé que tout le monde dans cette affaire a raison, je comprends juste de [la société T] que c'est effectivement des conversations récentes avec la COB qui se plaint de cette multitude d'intermédiaires et qui souhaite fortement recentrer (...) sur l'esprit du texte (...) donc je préfère le faire à 17 heures 35* » (ce qui correspond à la conversation interne à la société T à 18 heures 42 en cote 916) ;
- à 16 heures 59, a informé son collaborateur M. K que l'opération se fera à la clôture, hors séance, et refusé de lui répondre sur la ligne sur le point de savoir quoi faire si le titre n'avait pas coté au cours prédéterminé : « *euh (...) tu peux venir me voir ? à tout de suite* » ;

Considérant que, le même jour, M. C :

- à 15 heures 52, a contacté la société P (cote 943), et lui a indiqué tester la société Y, à l'achat, sur un gros bloc de 25 millions d'euros, légèrement au-dessus du cours ;
- à 16 heures 02, s'entretenant avec le vendeur, M. L (fonds R, cote 942), auquel il a indiqué qu'il allait passer son ordre Z à 750 euros, a rappelé qu'il devait désintéresser le marché (« *because we effectively have to « désintéresser le marché » as we say* ») ; celui-ci lui a donné son accord pour vendre 32 671 titres ;
- à 16 heures 07, a annoncé à l'assistant de la société P (cote 941) : « *they took the bait* » (ils ont mordu à l'hameçon), puis, à 16 heures 26, s'est mis d'accord avec M. M pour un ordre d'achat à hauteur de 5 millions de dollars (« *I'd do up to 5 like that, I guess* ») ;
- à 16 heures 59, a manifesté son souhait de s'entretenir à nouveau avec M. M, mais pas sur la ligne enregistrée (« *give me a shout later on, when you're on your way* », cote 939) ;
- à 17 heures 01, informé par son collaborateur (cote 939) que la transaction sur le bloc se ferait après la clôture, a précisé « *moi, moi j'ai un acheteur qui est un peu chauffé, on a trouvé du volume et donc ben tant mieux* » et dit à M. K qu'il en avait acheté trop ;
- à 17 heures 40 (cote 937), interpellé par M. K sur l'affectation des titres Z, a indiqué « *je les prends* », ce qui a entraîné de la part de son interlocuteur la réponse suivante, révélatrice d'un achat sans instructions préalables d'un client : « *je te les laisse, comme ça, on a rien du tout pour celui qui achète, c'est très clean comme ça (...) ça c'est pour toi, comme ça c'est fait, vendu à 750* » ;

Considérant que, le 25 janvier 2001, les deux vendeurs se sont entretenus en ces termes de l'opération de la veille et des perspectives, notamment, de rachat par la société Z d'actions détenues par la société U ;

- M. C : « *Ecoute bravo pour hier. Bien réagi (...) mais je pense que l'essentiel dans ça, ça va être d'avoir un autre bloc assez rapidement (...) un peu plus cher pour vraiment monter* » ;
- M. D : « *et remercie bien ton client pour qu'il continue à passer par nous, quoi. Parce que à la limite si tu veux, ce serait très facile, hein, de se mettre dans le marché et il sait que [la société T] ramasse* » ;
- M. C : « *ça viendra, je pense que déontologiquement (...) je pense que, il est quand même un peu (...) hors, hors piste, je pense, si la boîte commence à traiter directement avec certains actionnaires, non ? Ça, c'est quand même un peu limite ?* » ;
- M. D : « *euh (...) pff non, il peut très bien s'arranger avec un actionnaire, et ensuite s'appliquer face à un broker, enfin par, chez un broker en lui filant 10 000 balles juste pour l'appli* » ;

Considérant qu'il résulte clairement de l'analyse des faits et des conversations téléphoniques que, soucieux de s'assurer de la clientèle de la société Z, MM. C et D ont agi pour faire monter artificiellement les cours, conformément aux souhaits et avec la participation de la société représentée par M. E, qui a recueilli l'accord de M. J ;

2.2.2. Sur les interventions du 8 février 2001

Considérant que, pour ce premier jour de la cotation après la division du nominal par dix, le cours a ouvert à 75 euros et qu'après une matinée calme, la société X est intervenue à l'achat sur 31 899 titres entre 11 heures 52 et 12 heures 02, ce qui a entraîné un décalage de cours de 75,5 à 81,5 euros, soit +7,9% en dix minutes ; que ce sont trois ordres « *à tout prix* » initiés par M. C pour 100, 40 et 100 titres qui ont eu pour effet de faire passer le cours de 79 à 81,5 euros et de réserver l'action à la hausse, le dernier ordre étant alors annulé ; qu'ensuite, le titre est redescendu entre 75 et 77,95 euros, la société X n'intervenant que très peu, pour acheter seulement 833 actions ;

Considérant qu'à 15 heures 21, M. D a proposé à M. E la vente de 250 000 titres à 78,50 ou de 500 000 titres à 80 euros (cote 951) ; qu'au fixing de clôture, la société X a acheté 25 000 titres, faisant à nouveau décaler le cours, cette fois de 76,75 à 78,1 euros, soit +1,8% ; que cette hausse a été provoquée au moment même où M. D a relancé la société Z pour connaître sa préférence quant à ses achats, le choix proposé étant entre 250 000 ou 500 000 titres à un cours plus élevé (cote 950) ;

Considérant que le lendemain, la société X a déclaré une transaction de bloc hors séance consistant en l'achat par la société Z de 284 639 titres au cours de clôture de 78,1 euros, dont 263 139 étaient cédés par la filiale de Londres [société X Ltd], pour le compte de la société P ; que cette dernière quantité d'actions correspond très exactement à celles achetées entre le 24 janvier et le 8 février par la société P par l'intermédiaire de la société X Ltd et revendues avec une plus value de 4% ;

Considérant que, là aussi, les enregistrements téléphoniques sont révélateurs du rôle joué par MM. C et D, en lien avec M. E, pour faire monter le cours et permettre la vente d'un bloc à un prix élevé ;

Considérant, en effet, que M. C a :

- dès 9 heures 32, incité M. M (société P) à proposer un bloc, celui-ci donnant apparemment son accord pour 200 000 titres à 80 euros (cote 934) ;
- à 11 heures 34, incité le représentant de la société O à acheter des titres Z au cours de 75,20-75,30 euros aux fins de revente ultérieure à l'émetteur au cours anticipé de 78 ou 79 (cote 933) ;
- à 11 heures 52, incité à acheter des titres M. M (société P), qui lui a demandé combien il devait en prendre pour faire monter le cours à 78 euros, la réponse étant 20 000 (cotes 929-932) et l'effet haussier s'étant réalisé dans les 10 minutes qui ont suivi ;
- à 18 heures 07, proposé à la société O de vendre ses titres à 78,10, ce qui, après discussion, a été accepté à hauteur de 7 500 actions (cote 928) ;
- à 18 heures 11, discuté avec M. M qui, après l'avoir consulté sur l'opportunité de vendre le bloc et sur les dispositions de la société Z, a rappelé qu'il avait acquis les deux tiers du volume de la journée, puis a décidé de céder à celle-ci les 263 139 titres achetés depuis le 24 janvier 2001 (cote 928) ;

Considérant que M. D, quant à lui, a :

- à 10 heures 37, indiqué à M. E (cote 952) : « *le cours semble se stabiliser aux alentours de 75 maintenant, nous on pourrait avoir un vendeur pour 300, 500 000, ça dépend, ça dépend du cours, mais à des niveaux un peu plus élevés (...) la seule chose c'est que c'est vrai que l'on aimerait que le cours monte naturellement [rires] qu'il y ait un courant d'achat naturel, ce qui semble pas aussi évident (...) est-ce que vous, vous seriez intéressé, à ces niveaux de cours j'imagine, mais un peu plus haut (...) à (...) à acquérir un bloc de l'ordre de 300 à 500 000 titres ?* », la réponse fournie étant positive ;
- à 11 heures 30, pris contact avec M. C pour « *parler discrètement* », si bien que ce dernier est passé le voir (cotes 933 et 952) ;
- à 15 heures 21, fait à M. E deux propositions : un seul vendeur peut céder 250 000 titres à 78,50 euros ou 500 000 actions à 80 euros (cote 951) : il s'agissait respectivement de la société P et de la société O ;
- à 17 heures 24, relancé la société Z pour savoir quelle proposition était acceptée (cote 950), ce qui a conduit, moins d'une heure plus tard, à la décision de cession au profit de celle-ci du bloc détenu par la société P ;

2.2.3. Sur les interventions du 27 février 2001

Considérant que les opérations ont pris une très grande ampleur, puisque le cours est passé de 75,3 € à l'ouverture à 83,6 € à la clôture, soit 11% de hausse à la suite des interventions massives de la société X ; que ce prestataire a acheté 97,7% des 152.016 titres échangés jusqu'au fixing de clôture, le cours atteignant 79,5 € à 10h21 et restant ensuite relativement stable, puis 97,3% des 16 832 titres échangés lors du fixing de clôture ; qu'alors, la société X a en effet saisi un ordre d'achat de 170 000 titres à un cours limite qui n'a cessé d'être modifié à la hausse : 83,2 € à 17h34'13", puis 83,5 € à 17h34'32", enfin 83,6 € à 17h34'41 " ; qu'à ce niveau, le marché était très restreint, avec seulement deux ordres de vente de 10 et 80 titres ;

Considérant que les achats de la société X ont été dépouillés sur les comptes de deux clients de sa filiale londonienne, la société P et la société N, pour 139 670 et 25 000 titres ; qu'après la clôture, de nombreux clients se sont manifestés, pour proposer des blocs à vendre au dernier cours, auprès de M. C qui a alors suggéré à M. B, de la société T, de lui céder 2 656 838 titres à 83,6 € ; que le principal cédant, la société U, qui a vendu 2 150 000 titres, soit 86% du bloc cédé, a fait part à M. C de ses inquiétudes sur cette opération qui lui semblait irrégulière ; que finalement, la société Z a donné son accord à M. B, de la société T, pour acquérir 2 500 000 titres, que M. C a répartis discrétionnairement entre la société U (2 150 000), la société P (300 000), la société S (40 000) et [...] (10 000) ;

Considérant que les enregistrements téléphoniques sont révélateurs du stratagème mis en place par la société Z et la société U avec l'aide de M. C ;

Considérant en effet qu'à 15 heures 15, (cote 927), M. C a suggéré à M. M (société P) d'être plus agressif à la hausse ; que celui-ci a alors proposé de vendre à la société Z à la fin de la journée et demandé quel serait le cours le plus élevé du jour ; que M. C a répondu : « *the high of the day or the close (...) if you give me instructions we can work on that together* » (le plus haut de la journée ou la clôture (...) si tu me donnes des instructions on peut travailler dessus ensemble) ; qu'à 17 heures 25 (cote 926), il a informé M. M de ce qu'ils allaient tenter d'acheter et de bénéficier de tout volume qui se présenterait en fin de journée, qui est souvent le moment où il y a de l'échange ;

Considérant que les échanges téléphoniques entre M. B, de la société T, et M. E sont également intéressants ; qu' à 17 heures 41 (cote 911), le premier a informé le second que la société X avait acheté 145 000 titres et fait une proposition ; que M. E a répondu : « *ils ont essayé de le faire monter, ils y arrivent pas et ils jettent l'éponge* », ce qui a suscité la réflexion suivante de M. B : « *ben, ils jettent l'éponge, c'est-à-dire que à mon avis ils l'ont fait quand même fait monter parce que tu vois qu'on finit quand même à 83.60 (...) donc on y est (...) on est à leur cours. Là, il a bourré au dernier, au dernier cours* » ; qu'après avoir répondu « *ah les salauds* », M. E a ajouté : « *bon tu attends, j'appelle le chef* » ; qu'après que M. C a indiqué que le vendeur principal était la société U à M. B (cote 925), celui-ci a appelé à nouveau M. E à 19 heures 29, avec lequel il a eu la conversation suivante (cote 910) :

- M. E « *Alors tu connais la dernière ? (...) ben, si le cours a monté ils y sont pour rien* »
- M. B « *Ben oui. Ah ben oui (rires)* »
- M. E « *(rires) Je garantis hein* »
- M. B « *En plus de ça, ils ont même pas pris de gants en plus* »
- M. E « *C'est leur avocat qui nous a dit ça* »
- M. B « *Ben oui, ben oui (...) ils avaient un acheteur naturel non, hein* » ;

Considérant qu'à 17 heures 57, M. C a eu avec MM. V1 et V2 (société U) la conversation suivante, révélatrice de la volonté de ce dernier de faire comprendre à la société Z que la proposition de vente émanait de la société U (cote 926) :

- M. C « *Salut* »
- M. V1 « *Qu'est ce qu'ils ont dit ?* »
- M. C « *Je n'ai pas encore eu de réponse pour l'instant, j'ai dit que j'allais vous rappeler* »
- M. V2 « *Peux-tu t'assurer qu'ils savent que c'est nous ?* »
- M. C « *Ah, ouais (...) je pense que cela va probablement être compris, c'est à peu près certain ?* »
- M. V2 « *Mais tu dois t'assurer qu'ils le savent, parce que la dernière fois...* »
- M. C « *Compris, d'accord, salut* » ;

Considérant qu'à 19 heures 13, l'échange entre les mêmes (cotes 923 à 925) a été le suivant :

- M. V2 « *[M.] C, tu dois me pardonner de te demander cela pour l'énième fois mais (...) leur avocat a appelé notre avocat et a dit deux choses, un, nous ne pouvons pas joindre [M. J] (...) parce qu'il est au théâtre* »
- M. C « *Ouais* »
- M. V2 « *Et deuxièmement, nous sommes un peu inquiets, c'est ce qu'il a dit, que le cours de l'action ait monté à la clôture, et nous ne voulons pas faire une transaction (...) qui est pas correcte, irrégulière, illégale, et tout ça, donc [M.] W notre avocat, est revenu vers nous et a dit, c'est ce qu'ils ont dit, c'est un culot incroyable parce que ce sont les personnes qui ont essayé de te faire faire quelque chose d'incorrect et d'irrégulier et d'illégal (...) mon avocat m'a demandé de te demander, as-tu fait quoi que ce soit d'incorrect ? C'était la question qu'il voulait que je te pose que vous n'avez pas fait quoique ce soit, ta société, de malhonnête, en faisant monter l'action, en achetant à la hausse des actions ou quoi que ce soit, c'est ce qu'il voulait que je te demande* »
- M. C « *D'accord* »
- M. V2 « *Et la réponse est non* »
- M. C « *Absolument* »
- M. V2 « *Euh, (...) question subsidiaire, ce n'est pas ce que l'avocat a demandé, je voudrais juste savoir as-tu acheté des actions dans les cinq dernières minutes ?* »
- M. C « *Oui (...)* »
- M. V2 « *Non je te promets tu ne devrais pas le prendre comme cela, spécialement de la part de [M.] W parce que [M.] W est un mec bien et [M.] W ne veut pas que toi ou nous (...) quand il y a une enquête, parce que la COB va regarder ça, il ne veut pas que toi ou nous, que quiconque fasse des insinuations ou quoi que ce soit, quoi que ce soit* »
- M. C « *C'est clair, je veux dire oui nous étions impliqués à la fin, bien sûr c'est visible, en France c'est un marché transparent, ce n'est pas le débat, comme d'habitude j'ai en tant qu'intermédiaire agissant sur les instructions de clients de faire les choses pour eux de la meilleure façon qu'ils jugent et considèrent appropriée. Donc oui nous étions impliqués sur le marché, nous étions impliqués sur le marché toute la journée, nous y avons été impliqués depuis des mois, comme tu le sais, des années ...* »
- M. V2 « *Le fait est, la seule raison pour laquelle ils posent la question est que nous et eux avons parlé à la COB aujourd'hui au sujet de quelque chose* »
- M. C « *Bien* »
- M. V2 « *Um, et essayer de, euh, avoir leur avis, c'est tout ce que je peux te dire, sur quelque chose et ils disent juste regarde nous étions en discussion avec la COB au sujet de x y z et le titre a monté et vous les vendez, vous savez, ils vont vraiment regarder et poser des questions et j'ai dit [peu audible], mais j'ai demandé, vérifiez avec [M.C] et il n'a rien fait de malhonnête. Donc le* »

point est imagine, si demain c'est 78,79 sur le marché, la première chose que les gens vont dire ooh, merde alors, vous les avez fait monter à la clôture »

- M. C « *Bien, je comprends ce point, ouais »*
- M. V2 « *Mais je ne sais pas si tes acheteurs seront toujours là à 83.6 je ne sais pas »*
- M. C « *Je ne suis pas sûr du niveau qu'ils paieront, mais ils seront certainement là. Ils seront certainement acheteurs »*
- M. V2 « *Ok, désolé de poser la question, mais nous devons la poser »*
- M. C « *Compris, ok salut, à plus tard » ;*

Considérant que quelques minutes plus tard, à 20 heures 20, M. E a indiqué à M. B (cote 910) : « *bon, tu peux faire 2 millions et demi au cours. Je peux pas faire plus (...) le programme est plein » ;*

Considérant qu'il résulte de ces conversations que les deux contreparties étaient tout à fait conscientes des risques de visibilité de la manipulation de cours qui venait de leur permettre de réaliser, au prix artificiellement gonflé qui leur convenait, l'achat par la société Z du bloc de la société U qui n'avait pas été autorisé le matin même par la COB, les protestations de M. E étant motivées par la découverte que tous les titres ne provenaient pas de cet associé, par l'inquiétude que suscitait cette opération et par le souci de « *couvrir* » formellement sa responsabilité ;

3/ Sur l'imputabilité du manquement de manipulation de cours à la société Y, à M. E, à la société X, à M. C et à M. D et sur les sanctions

3.1. Sur l'imputabilité du manquement à MM. C et D

Considérant que, dans le but de s'attirer la clientèle de la société Z et de générer de substantiels courtages, tant pour eux-mêmes, rémunérés en fonction de leur chiffre d'affaires, que pour la société X, MM. C et D ont, en pleine connaissance de cause, comme le révèlent les enregistrements téléphoniques, réalisé des interventions ayant eu un objet et un effet unique : « *entraver l'établissement du prix sur le marché* », au sens du règlement COB n° 90-04 et « *donner une image fictive de l'état du marché* » au sens de l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF, les « *procédés* » visés par ce dernier texte ayant consisté à augmenter artificiellement et à des moments précis la demande, entraînant ainsi une hausse de la cotation qui n'était pas la résultante d'un fonctionnement normal du marché, ce qui a notamment facilité le 27 février 2001 un rachat massif auprès de l'actionnaire de la société U ;

Considérant que ces manipulations de cours, qui constituent un manquement tant aux dispositions du Règlement COB n° 90-04 qu'à l'article 3-4-10 du Règlement général du CMF, leur sont imputables, étant observé que M. C, qui est intervenu dans chacune des trois opérations et dont le rôle a été particulièrement déterminant, ne saurait justifier ses interventions à l'achat en fin de séance à des cours élevés par la nécessité de débusquer les ordres de vente cachés, alors qu'il avait préalablement trouvé des blocs à vendre auprès de clients de la société X ;

Considérant que ces deux employés se sont affranchis des règles les plus élémentaires pour opérer leurs interventions ; que les manipulations de cours commises les 24 janvier, 8 et 27 février 2001 par M. C et les 24 janvier et 8 février 2001 par M. D sont particulièrement graves et impliquent le prononcé, à l'encontre de chacun, d'un avertissement, ainsi que, s'agissant de M. C, d'une sanction pécuniaire de 50 000 euros ;

3.2. Sur l'imputabilité du manquement à la société X

Considérant que les actes commis par leurs préposés sont imputables aux personnes morales dont ceux-ci relèvent ; qu'ils sont révélateurs, à tout le moins, d'un défaut de contrôle et d'organisation au sein de la société X, qui ne disposait d'aucun manuel de déontologie au moment des faits, celui-ci n'ayant été adopté qu'en mars 2001 ; que ces violations répétées des dispositions du Règlement COB n° 90-04 relatif à l'établissement des cours et de l'article 3-4-10 du Règlement général du CMF, qui ont faussé le fonctionnement du marché et permis à cette société de bénéficier de substantiels courtages sur chacune des transactions, appellent à l'égard de la société X un avertissement et une sanction pécuniaire de 300 000 euros ;

3.3. Sur l'imputabilité du manquement à M. E

3.3.1. Sur le principe de l'imputabilité

Considérant qu'il ne saurait être soutenu que la responsabilité personnelle de M. E ne peut être retenue au seul motif qu'il n'était alors pas administrateur de la société Z ; que, si l'article 7 du Règlement COB

n° 90-04, réservé au seul émetteur, ne peut fonder des poursuites à l'encontre d'un simple salarié, fût-il Secrétaire général, la responsabilité de M. E peut en revanche être recherchée sur le fondement des articles 2 et 3 du même Règlement applicables à « toute personne » ; qu'en effet, les manipulations de cours reprochées n'ont pas seulement consisté à violer les principes imposés dans le cadre d'un programme de rachat, comme c'était le cas dans la décision de sanction du 7 avril 2005 qu'il a invoquée pour sa défense, mais aussi à mettre en place les interventions illicites qui viennent d'être examinées ; que celles-ci peuvent donc, en droit, être imputées à M. E au titre des articles 2 et 3 figurant dans le chapitre premier du Règlement susvisé ;

3.3.2. Sur le rôle de M. E dans la réalisation du manquement

Considérant que l'activité personnelle de M. E a été décisive, qu'il s'agisse des initiatives prises et, plus généralement, de la définition des modalités d'exécution des opérations illicites ; que les conversations qu'il a tenues sont révélatrices de son autonomie opérationnelle et du rôle essentiel qu'il a joué dans la mise en place, puis dans la mise en œuvre des manipulations de cours successives ; qu'il convient à cet égard de rappeler le contenu de certains des échanges téléphoniques déjà examinés ;

Considérant qu'ainsi, le 24 janvier 2001, c'est lui qui a incité M. D à trouver une solution pour permettre la réalisation de la transaction que ce dernier lui proposait lors de la conversation de 9 h 12 (cote 964) au cours de laquelle ont été échangés les propos suivants :

- M. D « *Sachant que (...) après, on a les contraintes techniques du marché, mais bon qui peuvent ... qui peuvent évoluer dans le courant de la journée, donc euh...* »
- M. E « *Oui* »
- M. D « *Vous n'avez pas de...* »
- M. E « *Oui je ne peux rien faire d'autre que d'être dans la fourchette du marché* »
- M. D « *Bien sûr* »
- M. E « *C'est la réglementation* »
- M. D « *Bien sûr. C'est-à-dire vous ne pouvez pas payer plus haut que le dernier cours coté* »
- M. E « *Voilà, voilà* »
- M. D « *D'accord OK* »
- M. E « *Mais une fois que l'on a dit ça (...) voilà* »
- M. D « *D'accord, bon bien écoutez on vous revient très vite. Merci beaucoup, au revoir* » ;

Considérant que les conversations de l'après-midi du 24 janvier 2001 confirment que M. E, s'il en réfère à M. J pour les décisions de principe, prend seul des initiatives et des décisions en ce qui concerne les modalités d'exécution des transactions (cote 962) ; que peu après, intervient en effet la discussion suivante (cotes 960 et 961) :

- M. E « *Y a qu'une petite chose...* »
- M. D « *Oui, je vous en prie* »
- M. E « *C'est qu'on aimerait bien que (...) le cours ne s'effondre (...) se tienne un tout petit peu après* »
- M. D « *D'accord. OK. ça marche. Bon ben écoutez, donc on vous rappelle* »
- (...)
- M. E « *Euh... j'ai pris ma décision* »
- M. D « *D'accord* »
- M. E « *Je suis persuadé que tout le monde dans cette affaire a raison, je comprends juste de [la société T] que c'est effectivement des conversations récentes avec la COB, qui se plaint de cette multitude d'intermédiaires et qui souhaite fortement recentrer...* »
- M. D « *D'accord* »
- M. E « *(...) sur l'esprit du texte* »
- M. D « *D'accord* »
- M. E « *Et donc je préfère le faire à 17 h 35* » ;

Considérant qu'il en est de même des conversations du 8 février 2001 à 10 h 37 (cote 952), où M. E donne son accord aux propositions explicites de M. D en ces termes :

- M. D « *Euh, bon, le cours semble se stabiliser aux alentours de 75 maintenant. Nous, on pourrait avoir (...) un vendeur (...) pour 300, 500.000, ça dépend, ça dépend du cours, mais à des niveaux un peu plus élevés. C'est ce que je vous avais indiqué la dernière fois (...) notamment à votre collaborateur...* »
- M. E « *Oui* »
- M. D « *Alors euh (...) la seule chose, c'est que c'est vrai que l'on aimerait que le cours monte naturellement [rires] qu'il y ait un courant d'achat naturel, ce qui semble pas aussi évident... donc je sais pas. Est-ce que vous, vous seriez intéressé, à ces niveaux de cours j'imagine, mais un peu plus haut ... à ... à acquérir un bloc de l'ordre de 300 à 500 000 titres. Donc nouveaux titres, on parle, bien sûr, donc après split* »

- M. E « *Ecoutez, sur le plan du principe, la réponse est oui, puisque ça fait partie du programme de rachat. Je vous l'ai dit et redit ... voilà* » ;

Considérant qu'à 17 h 24 le même jour (cote 950), une conversation entre MM. D et E1, collaborateur de M. E, démontre l'autonomie de décision de ce dernier, M. E1 ne faisant à aucun moment référence à la nécessité de recueillir l'accord de M. J ;

Considérant enfin que le 27 février 2001, au cours d'un entretien à 20 h 20 avec M. B de la société T (cote 910), M. E endosse une fois de plus personnellement la responsabilité de la transaction de bloc de titres permise grâce à une manipulation du cours de grande ampleur :

- M. E « *Oui, Bertrand. Bon, tu peux faire deux millions et demi au cours. Je peux pas faire plus* »
- M. B « *2 500 000 tout rond, hein* »
- M. E « *Oui, je peux pas faire plus. Le programme est plein* » ;

Considérant qu'il résulte de l'ensemble des éléments recueillis que M. E disposait, en sa qualité de Secrétaire général de la société Z, d'une grande autonomie opérationnelle dans l'exécution du programme de rachat ; que c'est lui qui a accepté les offres de la société X puis qui a donné à ce prestataire des instructions destinées à éviter une retombée du cours du titre après qu'il eut été artificiellement gonflé ; que c'est encore lui qui a pris la décision de faire passer un bloc après la clôture ; qu'enfin, les moyens à mettre en œuvre pour parvenir à racheter la participation de la société U ont été définis essentiellement par M. E ; que la circonstance que M. J ait validé certaines de ses décisions ne saurait exonérer M. E de sa propre responsabilité, d'autant qu'il est démontré que ce dernier maîtrisait toutes les faces du programme de rachat, qu'il s'agisse des interventions officielles de la société T ou des opérations officieuses de la société X grâce auxquelles la société Z a pu atteindre ses objectifs ;

Considérant en conséquence que les manipulations de cours qui sont reprochées à M. E lui sont imputables sur le fondement des articles 2 et 3 du Règlement COB n° 90-04 ; que la gravité du manquement dont il s'est rendu responsable et qui s'est traduit par de multiples opérations de grande ampleur ayant faussé le fonctionnement du marché justifie le prononcé à son encontre d'une sanction de 50 000 euros ;

3.4. Sur l'imputabilité du manquement à la société Y

Considérant que l'émetteur n'a pas respecté les conditions qui auraient pu lui permettre de bénéficier de la présomption de légitimité, si bien qu'il lui appartenait de rapporter la preuve que ses interventions sur ses propres titres étaient parfaitement légitimes ; qu'il n'a pas produit le moindre élément sérieux au soutien de sa bonne foi ; qu'il s'est, en revanche, bien gardé de désavouer soit l'une quelconque des interventions illicites qu'il a contribué à faire mettre en œuvre, soit l'un quelconque des intervenants qui ont agi pour son compte ;

Considérant que les agissements de M. E, Secrétaire général, qui a conduit le programme de rachat de bout en bout sous l'autorité de M. J, administrateur, ont bien évidemment engagé la responsabilité de la société Z ; que les manquements ainsi commis par la société Pour parvenir à ses fins sont particulièrement graves, tant par leur répétition et leur ampleur que par leurs conséquences, le fonctionnement du marché du titre ayant été complètement faussé pendant toute la durée de ce programme ; qu'ils appellent dès lors à l'égard de la société Y une sanction pécuniaire de 500 000 euros ;

D - Sur les manquements de manipulation de cours reprochés à MM. B et A

Considérant qu'il est, pour l'essentiel, fait grief à MM. A et à B d'avoir, au sein du prestataire [la société] T, opéré la manipulation de cours du titre Z en date du 16 février 2001 ;

Considérant que ce jour, de l'ouverture jusqu'à 10 heures 39, le cours a évolué de 77,85 € à 78,1 € ; qu'à 10 heures 40, à la demande de M. A1, trader présent dans la même salle que son collègue M. A, celui-ci, « *facilitateur* » responsable du service compte propre de la société T, a introduit un ordre d'achat de 5 000 titres à 79 €, en le masquant derrière le broker électronique Instinet ; que l'ordre a été intégralement exécuté et a fait monter les actions à ce niveau, soit un décalage de 1,15% ; que 5 secondes après, M. A1 a fait passer une application de 450 000 titres à 79 € au profit de la société Z, le vendeur étant la société S ; que les 5 000 titres acquis le matin ont été revendus le jour même par [la société] T ;

Considérant qu'aucun agissement précis n'est reproché à M. B, qui était absent lors de l'opération incriminée et sera donc mis hors de cause ;

Considérant que se pose en revanche le problème du comportement observé par M. A, qui a lors de l'enquête et de la séance clairement indiqué avoir eu pour objectif de permettre la réalisation de la transaction à 79 € et avoir acquis à cette seule fin « *les titres qui empêchaient de faire passer cette application* » ; qu'en prenant l'initiative d'un tel ordre d'achat sur compte propre, il semble bien qu'il a provoqué « *intentionnellement des décalages de cours aux fins d'en tirer avantage* » au sens de l'article 3-4-10 du Règlement général du CMF repris à l'identique par l'article 321-91 du Règlement général de l'AMF, de sorte que certains des éléments du manquement paraissent réunis ;

Considérant toutefois qu'il convient de tenir compte des circonstances particulières dans lesquelles M. A a agi ; qu'il a expliqué avoir, conformément aux usages de la place, tenu le rôle de facilitateur qui lui était assigné par son employeur, sans avoir eu à aucun moment le sentiment de contrevenir aux prescriptions réglementaires ; que le prestataire, [la société] T, n'a pas été mis en cause pour le comportement de son préposé ; que, depuis lors, l'article 4, alinéa 1^{er}, du Règlement COB n° 90-04 imposant le principe de conformité avec l'objectif recherché des ordres préalables à toute négociation sur un bloc de titres a été abrogé (cf. supra) ; que dans un tel contexte, il apparaît difficile de retenir la responsabilité d'un employé pour s'être borné à exécuter les instructions, qu'il croyait à tort légitimes, de son employeur, auquel aucun grief n'a été notifié ; que M. A sera donc mis hors de cause ;

PAR CES MOTIFS,

et après en avoir délibéré, sous la présidence de Mme Claude Nocquet, par MM. Yves Brissy, Jean-Jacques Surzur, Membres de la 2^{ème} section de la Commission des sanctions, et Mme Marielle Cohen-Branche et M. Jean-Pierre Hellebuyck, Membres de la 1^{ère} section de la Commission des Sanctions, et suppléants de MM. Jacques Bonnot et Jean-Pierre Morin par application de l'article R. 621-7.I du Code monétaire et financier, en présence de la Secrétaire de séance,

DECIDE DE :

- mettre hors de cause MM. B et A ;
- prononcer à l'encontre de la société Y une sanction pécuniaire de 500 000 euros (*cinq cent mille euros*);
- prononcer à l'encontre de M. E une sanction pécuniaire de 50 000 euros (*cinquante mille euros*) ;
- prononcer à l'encontre de la société X un avertissement et une sanction pécuniaire de 300 000 euros (*trois cent mille euros*) ;
- prononcer à l'encontre de M. C un avertissement et une sanction pécuniaire de 50 000 euros (*cinquante mille euros*) ;
- prononcer à l'encontre de M. D un avertissement ;
- publier la présente décision au « *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* », ainsi que sur le site Internet et dans la revue de l'Autorité des Marchés Financiers.

Fait à Paris, le 16 septembre 2005

La Secrétaire,
Brigitte Letellier

La Présidente,
Claude Nocquet